

アメリカ住宅市場と世界金融危機

A Consideration on the Instability of the U.S. Housing Market
and the World Financial Crisis

大 泉 英 次
Oizumi, Eiji

ABSTRACT

The financial crisis caused by the collapsed boom in the U.S. housing market is spreading throughout the world economy. In the ever-expanding literature on the crisis, while most studies concentrate upon the relationship between the risk of sub-prime loan and the failure in risk management through debt securitization, there are few studies on the instability of housing market whereby the crisis is created. This essay addresses some contentions related to the dynamics of risk generation and expansion in both housing and housing finance markets. The story is composed of the following issues: first, the increasing volatility of the U.S. housing market as a matured housing market; secondly, the crucial risk of sub-prime loan as a predatory lending; and thirdly, the globalized moral hazards resulting from the unbundling of mortgage lending and debt securitization process. These issues suggest that housing policy is in a dilemma 'to manage the unmanageable' and needs to evolve an alternative, regulatory framework to manage this volatile sector.

1 はじめに

サブプライム住宅ローンの大量焦げつきと住宅ブーム崩壊が引き起こしたアメリカの金融危機は、2008年9月の大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻を契機に、世界金融危機へと発展した。そして金融危機はわが国を含む各

国経済に甚大な影響を及ぼし、深刻な世界同時不況をもたらしている。

「アメリカ国の住宅金融市場、しかもその一角にすぎないサブプライム住宅ローンの焦げつぎが、なぜ世界金融危機を引き起こしたのか」——おおかたの関心はこれに集中している。したがって多くの研究や解説も、グローバルな過剰資金の肥大化とその運用の手段となった証券化金融市場のメカニズムに集中している。

これに対して小論は、もっぱら住宅市場論の観点から、アメリカの住宅ブームとその破綻、サブプライム住宅ローン問題、そして住宅金融の証券化と金融危機の問題に接近する。はじめに筆者の問題意識を述べよう。

わが国では2003年に、当時の住宅金融公庫の業務に民間住宅ローン証券化支援業務を追加する制度改革が行われた。そのために政府が上程した住宅金融公庫法および住宅融資保険法の一部を改正する法律案をめぐる国会審議では、住宅金融公庫が住宅融資業務から撤退し、証券化支援業務に特化することの是非が事実上の争点となった。だが上記の改正法律案は可決され、さらに2007年に住宅金融公庫は廃止されて、民間住宅ローン証券化支援を主要業務とする住宅金融支援機構が新たに設立されたのである。ちなみに住宅金融支援機構は、アメリカの政府系金融機関である連邦住宅抵当金庫（Federal National Mortgage Association: Fannie Mae）などをモデルとしている。

上記の改正法律案が審議された衆議院国土交通委員会で、筆者は参考人として意見を述べる機会があった。筆者の意見は、証券化支援業務におけるリスク管理、証券化住宅融資における借り手の選別、公的金融による住宅ストックの質的向上の誘導という3つの問題に関するものであったが、そのさいに筆者が指摘したのは、住宅市場の変動リスク、住宅金融の信用リスク、住宅金融の証

(1) 第156回国会衆議院国土交通委員会議録第16号（平成15年4月16日）。なお、これに前後して発表した筆者の見解は、大泉英次「住宅金融公庫廃止方針にどう対抗するか」（日本住宅会議『住宅会議』第55号、2002年6月）、同「デフレ時代の住宅市場と住宅金融」（『住宅会議』第58号、2003年6月）、同「住宅金融政策の転換」（塩崎賢明編『住宅政策の再生』日本経済評論社、2006年）。

券化のリスクは果たしてどこまで管理が可能なのか、という論点であった。⁽¹⁾

これらの諸論点は、住宅金融支援機構設立後の今日においても、住宅金融制度のありかたを考えるうえで重要な理論的政策的意義をもっていると思われる。そして、アメリカのサブプライム住宅ローン問題と金融危機はまさにそのことを劇的かつ深刻な現実として提起した。小論は、こうした問題意識のもとに、アメリカ住宅市場の変動リスクが住宅金融およびその証券化を通じていかに増幅され顕在化していったのかを考察する。⁽²⁾

2 住宅市場の階層性と不安定性

アメリカ住宅市場の構造を論ずるに先立ち、まず市場一般と区別される住宅市場の特質を理論的に考察し、つぎに成長期から成熟期に至る住宅市場の変化を歴史的に考察する。これらを通じて、住宅市場に固有な不安定性という問題視角を提起しよう。

(1) 土地所有と住宅市場

住宅は一定の土地空間に固定されて、所有あるいは利用される。この土地との一体性ゆえに、住宅そして住宅市場は商品ないし市場一般と区別される特殊な性格をもつ。それは土地所有の二重の独占的性格＝供給制限的機能によるものである。⁽³⁾

二重の独占性の一方は、土地が生産不可能な財であることに由来する「利用独占」である。土地は任意に供給を増加させることができない希少性をもっており、この希少性は、位置、環境や利便性などに優れた土地ほど強い。そのため土地市場は、優等・劣等の序列にしたがった階層的な構造をもつことになる。

(2) 小論は、平成 18 年度～20 年度科学研究費補助金・基盤研究 (C)「ストック循環型住宅市場の構造類型とパフォーマンスの研究」(課題番号 18530206)(研究代表者：大泉英次)による成果の一部である。

(3) 山田良治「住宅問題と市場・政策」(足立基浩・大泉英次・橋本卓爾・山田良治編『住宅問題と市場・政策』日本経済評論社、2000 年)。

これに対応して住宅市場は、優等・高級市場と劣等・低級市場という序列にしたがった階層的な構造をもつことになる。優等地と劣等地の利用は代替が不可能あるいは困難であり、したがって土地・住宅需要の増加と需要者間の競争は、優等地と劣等地との価格差の拡大、優等地の相対的な価格上昇を引き起こす。

二重の独占性のもう一方は、土地所有が必ずしも販売を目的とするものではないことに由来する「所有独占」である。土地が市場に供給されるタイミングや量は、もっぱら土地所有者の一方的な判断・選択による。そのため土地供給は需要の変動に対して硬直性をもつ。住宅は土地と一体の財であるから、住宅供給は土地供給の硬直性によって制約される。したがって土地・住宅市場は基本的に売り手（貸し手）優位の市場であり、土地・住宅需要の増加と需要者間の競争は、優等地・高級住宅市場のみならず劣等地・低級住宅市場を含めた一般的な価格上昇を引き起こす。

土地所有が発揮するこれら二重の供給制限的機能のゆえに、都市の発展・拡大に伴う土地・住宅需要者間の競争は、都市住民の間での居住条件の格差拡大、そして低所得者の居住確保の困難をもたらす。すなわち、一方では低所得者の優等地利用からの排除と居住条件の劣悪化、他方では住宅アフォーダビリティ（住宅費の負担能力）問題を引き起こすのである。

(2) 住宅市場の不安定性

これら土地所有の二重独占を根拠とする土地・住宅市場の階層性および供給硬直性は、住宅市場に、需要と供給とが均衡しにくい、極めて不安定な市場という性格を与える。

もとより、そもそも商品市場一般が需給不均衡の累積という不安定性をもっているのである。置塩信雄は、第1に、市場経済の変動を規定する社会総生産・総需要の変動において蓄積重要が主要な決定要因として作用すること、第2に、市場において需給不均衡が発生したとき、蓄積重要の資本家的決定は、需給不均衡の調整＝解消ではなく累積＝昂進を引き起こすこと、そして第3に、市場

経済の景気循環は、蓄積重要の変動によって主導される、「上方への不均衡累積」（超過需要状態の昂進）と「下方への不均衡累積」（過剰供給状態の昂進）との交替の過程であること、を説明した。⁽⁴⁾

住宅市場においては、この置塩モデルが説明する市場の不均衡累積＝不安定性に加えて、上述の階層性と供給硬直性という固有の要因、さらに、住宅が長期の耐久消費財であることから、新築住宅だけでなく既存住宅についても売買市場が展開するという固有の要因によって、需給不均衡の累積とその交替はいつも激しいものとなるのである。

一般の商品であれば需要が増えれば供給も増える。買い手が多ければ、商品の生産を増やすことはできる。もちろん住宅でも生産を増やすことはできるが、住宅は土地と一体の商品である。土地供給は制限されているし、便利で環境のよい優等地はなおのこと供給量に限りがある。だから住宅需要が増え住宅供給を上回れば、この超過需要状態は解消されず土地価格および住宅価格は上昇していく。土地・住宅価格上昇は劣等地や低級住宅でも進行するが、優等地・高級住宅ほど顕著となる。価格上昇の持続を期待した投機的な住宅投資ならびに住宅取引が始まれば、超過需要状態はいつそう昂進してブームが発生する。

超過需要という形態での需給ギャップの累積に作用するのは、住宅の新規供給すなわち住宅建設における土地供給の硬直性だけではない。既存住宅ストックの供給の硬直性が強く作用するのである。既存住宅ストックが市場に供給されるタイミングは、住宅所有者の住み替え＝買い替え動機、とくにそのさいのキャピタルゲイン（住宅売却益）期待によって決定される。そしてキャピタルゲイン期待は優等地・高級住宅ほど強い。

住宅市場の長期的成長は、持家市場の発展、住宅フローおよびストックにおける持家の比重増大を伴う。そして持家市場の発展は、1次取得層（持家の新規取得層）の増加だけでなく2次取得層（持家の買い替え取得層）の増加に支えられている。後述するように持家市場が成熟期に至れば、そこでの需要と供

(4) 置塩信雄『蓄積論』筑摩書房、1976年、第3章。

給の変動は2次取得層の買い替え＝住み替え行動によって大きく左右されることになる。⁽⁵⁾ 買い替え行動の活発化を支えるのは住宅価格の上昇であり、これによって超過需要の昂進が促される。

だがブームと住宅価格の上昇は無限に続くものではない。その限界は結局のところ1次取得層の動向にかかっている。住宅価格の高騰が1次取得層の参入を困難にすることで住宅需要は急激に減少し、市場は超過供給状態へと転換する。超過供給状態のなかで土地・住宅価格は下落する。しかし、これで住宅需要が回復するかといえばそうはいかない。住宅は高級品であれ低級品であれ、ともに買い手にとっては高額商品である。住宅市場だけでなく経済全般が不況で家計収入も減退していれば、価格が下落したからといって簡単に需要は増えないのである。とくに2次取得層の動向は住宅価格の下落によって強く制約されることになる。したがって住宅市場の不況は長期化せざるをえない。

このように住宅市場はブームと不況を繰り返す不安定な性格をもっている。これは市場経済一般についても同様であるが、住宅市場ではこの不安定性がいつも顕著に現れるのである。

(3) 成熟期住宅市場の不安定性

第2次大戦後の欧米諸国および日本では、戦後復興と高度経済成長による都市発展のなかで大量の住宅需要が発生し、これを充足すべくマスハウジング（住宅大量供給）⁽⁶⁾の体制が構築された。

このマスハウジング体制は各国でそれぞれ異なる特徴をもつ。イギリスでは自治体が運営する公営住宅の大量供給が行われた。ドイツおよびフランスでは民間非営利組織、協同組合や個人の住宅建設に対して、住宅基準や家賃の規制

(5) スクラップ&ビルド的発展という特徴をもつ日本の住宅市場では、住宅ストックの流通市場は未発達であり、2次取得層の買い替え行動は住宅価格ではなく事実上土地価格の上昇に依存している。

(6) 「マスハウジング」の概念およびその歴史的評価について、住田昌二『マルチハウジング論』ミネルヴァ書房、2003年；同『21世紀のハウジング』ドメス出版、2007年、を参照。

を条件に低利の公的資金を融資する社会住宅制度が整備された。これらとは対照的にアメリカでは、持家を中心とする民間市場供給が展開し、それを支える住宅金融制度や住宅税制が構築された。他方、日本では、公営住宅・公団住宅制度が整備されたものの、住宅建設の中心は民間持家・借家であり、しかもその多くは公的政策による支援が及ばない自力建設であった。だが、こうした相違はあったにせよ、各国ともに高経済成長期を通じて、大量の住宅需要に支えられた民間住宅供給とくに持家供給の持続的な成長が見られたのである。⁽⁷⁾

1950～60年代の長期的な成長局面では、たえず大量の住宅需要が存在することから、住宅市場の不安定性は顕著には現れない。しかし、マスハウジングの成果として戦後住宅不足が解消された1970年代以降の局面では事情は異なる。住宅市場が成長局面から成熟局面に移行するにしたがって、住宅市場の不安定性が顕著となったのである。

成長期から成熟期への転換を最も顕著に示すのが西欧諸国の住宅市場である。この変化はつぎのように特徴づけることができる。すなわち、第1に、住宅のフローとストックにおいて持家が顕著に増加してきた。第2に、住宅不足の解消とともに住宅建設の増加が鈍化しはじめ、かわって既存住宅ストックの流通が成長してきた。そして第3に、持家ストック、借家ストックともに、それぞれのなかで質的な格差が大きくなってきたのである。こうした住宅市場の変化は、各国の住宅政策の動向にも強く反映した。すなわち、第1に、住宅政策の重点は借家政策から持家支援政策に転換した。第2に、住宅供給の目標も新規建設の促進から既存ストックの改善へと転換した。そして第3に、公共住宅供給や住宅費補助の対象が貧困層およびマイノリティ層に限定化されてきた。⁽⁸⁾

成熟期住宅市場の典型的な様相を示すものは、公営住宅ストックの大量売却＝持家化（いわゆる Right to Buy 政策）が進行した1980年代以降のイギリス住宅市場である。住宅購入総件数に占める新築住宅の割合は、1970年には25%で

(7) 大泉英次「現代都市と居住空間の変動」（大泉英次・山田良治編『空間の社会経済学』日本経済評論社、2003年）。

あったが、1987年には10%に低下している。ちなみに住宅建設戸数は両年とも17万戸程度であった。

既存住宅ストック流通が圧倒的な割合を占めるイギリス住宅市場は、既存住宅所有者による買い替え、つまり2次取得層の売買取引によって支配される市場である。ビルディング・ソサエティ（住宅金融組合）の住宅貸付は、1970年代以降、2次取得層への貸付が1次取得層へのそれを凌駕していった。また住宅ローンの返済期間は20～25年だが、住宅買い替え時に繰り上げ償還が行われるため、実際の融資期間は1983年の調査では平均4年であった。

2次取得層の買い替え行動を支えるのは、インフレによる住宅ローン債務の減価であり、また住宅価格上昇によるキャピタルゲイン（住宅売却益）の取得である。住宅市場が活発な買い替え取引に支配されていることは、市場の高い流動性を生み出すが、他方で市場の拡大は、既存住宅ストックの流通連鎖が円滑に展開するかどうか大きく左右されることになる。すなわち、2次取得層の買い替えがキャピタルゲインの実現を伴う有利な買い替えとなるか、それともキャピタルロス（住宅売却損）を伴う不利な買い替えに終わるか、これが市場の流動性と成長を決定的に左右する。したがって住宅市場は、ブームとスランプの振幅が大きい不安定性を強く帯びることになる⁽⁹⁾。

1986～89年にロンドンおよびイングランド南東部地域を中心に展開した住宅ブームは、その崩壊とともに1990年代前半にネガティブ・エクイティ（negative equity）問題を引き起こした。これは、住宅価格の全般的な下落によって保有住

✓（8） Kleinman, M., 'Western European Housing Policies', (Kleinman, M., Matznetter, W. and Stephens, M. eds. *European Integration and Housing Policy*, London and New York: Routledge, 1998). ただし、こうした変化は西欧諸国で必ずしも一様に進むわけではない。戦後マスハウジング体制が展開された形態の相違を反映して、西欧諸国のなかには住宅政策の顕著なバリエーションが存在する。これを強調する有力な議論がケメニー（Kemeny, J.）の「デュアリズム／ユニタリズム」論である。ケメニーの所説に対する最近の論評として、平山洋介『住宅政策のどこが問題か』光文社新書、2009年、第2章を参照。

（9） Ball, M., *Housing Policy and Economic Power*, London and New York: Methuen, 1983; M・ボール＋M・ハーロー＋M・マーテンス（大泉英次訳）『住宅経済の構造変動』晃洋書房、1994年。

宅資産の評価額が住宅ローン残高を下回る状態をさすが、そのことが住宅ローン破綻リスクの高まりと住宅買い替え需要の激減をもたらしたのである。とくに持家低所得層は、住宅価格の上昇時においても下落時においてもアフォードability問題に直面することになった⁽¹⁰⁾。

1980年代以降におけるイギリス持家市場の発展は、持家所有に従来とは異なる特徴を具備させることとなった。持家所有はいまや住宅ストックの70%を超える大衆的な住宅保有形態であり、多様な年齢、所得、家族構成の世帯に及んでいる。住宅所有はきわめて細分化かつ差別化（fragmentation and differentiation）された構成をもっているのである。そしてそれは、持家という保有形態での住宅消費の階層化と格差拡大を意味している。これが住宅市場の細分化、すなわち高価格帯の上級住宅市場と低価格帯の下級住宅市場とへの分化に対応している⁽¹¹⁾。

イギリスを事例として指摘した成熟期住宅市場の不安定性、その問題点とは何か。住宅市場には顕著な変動リスクが現われている。これは、既存ストック流通市場の成長を通じて、持家市場が2次取得層の買い替え行動に強く左右されるようになったこと、そして住宅金融の自由化を通じて、住宅市場が金融市場のなかに密接に組み込まれていったことによる。借家市場では建設投資の投機性が強まり、かつ低家賃住宅の供給不足が深刻化している。

住宅市場の成長を左右する需要サイドにおいては、住宅ニーズの多様化と住宅費負担能力の格差の拡大が進んでいる。成長期における住宅需要とくに持家需要の増大は、核家族世帯の増加を背景としていた。しかし今日では単身世帯（若年者および高齢者）、そしてシングル・ペアレント世帯の増加が顕著となっている。世帯構成のこうした変化は、持家需要の持続的な成長にとって大きな制約要因となるし、かつそれ自体が住宅費負担能力の格差を内包している。このこ

(10) 大泉英次「イギリス住宅経済とアフォードability危機」（和歌山大学経済学会『経済理論』第265号、1995年）。

(11) Forrest, R., Murie, A. and Williams, P., *Home Ownership*, London: Unwin Hyman, 1990.

とが住宅の供給とニーズとのミスマッチ、そして住宅アフォードビリティ問題の深刻化をもたらしている。

かくして住宅政策は、一方で、市場供給へのアクセスが困難な階層のセーフティネット機能に役割を限定しつつ、しかも他方で、変動リスクを高める住宅市場の安定化を図らざるをえないというジレンマに直面している⁽¹²⁾。

(4) 住宅ローン市場と金融グローバル化

住宅市場とくに持家市場の成長は住宅ローン市場の発展に牽引される。歴史的にみれば欧米各国の住宅ローン市場は、大別すれば、個人貯蓄資金を調達して住宅融資を行う貯蓄金融機関、および、抵当証券の発行で資金調達し住宅融資を行う抵当金融機関の発達によって成長した。これらの住宅金融機関の経営形態は、民営、公営、協同組合と多様であり、それぞれ各国の住宅ローン市場の伝統的な構造を形成してきた。ちなみにイギリスのビルディング・ソサエティやアメリカの貯蓄貸付組合 (Savings & Loan Association) は、貯蓄金融機関の代表例である。

しかし、先進諸国の企業金融構造が1970年代低成長期以降に変容を示し、商業銀行が住宅金融に本格的な進出を開始したこと、またアメリカでは住宅ローン担保証券(後述)が発行・流通するモーゲイジ第2次市場が発達してきたことで、住宅ローン市場の伝統的な構造は大きく転換した。産業資本蓄積に振り向けられずに肥大化する過剰資金が住宅金融市場に流入し、金融機関の融資競争と住宅ローンの膨張が展開した。

同時に各国住宅ローン市場の連動性が強まっていく。これは1980年代住宅・

(12) 筆者はこうした問題視角から、1980年代以降の日本の住宅市場と住宅政策における変化を考察してきた。Oizumi, E., 'Housing Provision and Marketization in 1980s and 1990s Japan' (Dymski, G. and Isenberg D. eds., *Seeking Shelter on the Pacific Rim*, New York and London: M. E. Sharpe, 2002) ; Oizumi, 'Transformations in Housing Construction and Finance' (Hirayama, Y. and Ronald, R. eds., *Housing and Social Transition in Japan*, London and New York: Routledge, 2007) ; 大泉「民活・規制緩和時代の住宅問題と住宅政策」(前掲『住宅政策の再生』)。

不動産ブームとその破綻の局面で明確となり、1990年代～2000年代の欧米住宅ブームとその破綻の局面においていっそう顕著となっている。

その理由は、1980年代以降に経済の「金融化 (financialization)⁽¹⁴⁾」が展開し、これが住宅ローン市場に浸透したことである。「金融化」とは、第1に、実物資産蓄積の規模をはるかに上回る金融資産蓄積の進展、第2に、金融業セクターの急成長と産業企業における金融財務活動の肥大化、そして第3に、金融市場とくに証券市場の変動の影響が家計の所得・消費に及ぼす影響の拡大などをしている。これらはグローバルな傾向であり、そのもとで住宅供給の規制緩和および民営化(＝いわゆる「市場化」)の進展が先進諸国に共通な傾向となったのである。そして拡大する持家市場は、家計が「金融化」メカニズムのなかに深く包摂される重要なルートとなった⁽¹⁵⁾。

戦後マスハウジング＝成長期から「住宅不足」解消＝成熟期への住宅市場の移行は、こうした金融・経済環境のなかで進行した。だが、これによって住宅市場の不安定性はいっそう増幅される。不安定な住宅市場は家計にとってリスクの大きい市場である。そしてアメリカのサブプライムローン問題と住宅市場、住宅金融市場の危機は、まさにその最も顕著な現象形態である。

3 アメリカ住宅市場の不安定性

以上に論じた住宅市場の不安定性に関する理論的歴史的認識をふまえて、今日のアメリカ住宅市場の構造と1990年代～2000年代の住宅ブームを考察しよう。

✓ (13) Ball, M., 'The 1980s property boom' ; Coakley, J., 'The integration of property and financial markets' , *Environment and Planning A*, vol.26, no.5, 1994.

(14) 高田太久吉「経済の金融化は資本主義をどこに導くか」『経済』第155号, 2008年。

(15) こうした問題状況をとらえてフォレスト (Forrest, R.) は次のようにいう。「持家所有は経済的市民権の中核的な要素とみることができる。経済的市民権 (economic citizenship) とは、資産を基軸とする経済体制 (property led regimes) に参加する能力であり、社会生活に浸透する金融化 (financialisation) のなかで、家計が住宅資産を管理する能力は消費への参加において決定的に重要である」。Forrest, R., 'Globalisation and the housing asset rich' , *APNHR (Asia-Pacific Network for Housing Research) 2005 Kobe Conference Paper*, 2005.

(1) アメリカ住宅市場の構造

アメリカの住宅ストックは2007年現在およそ1億2,820万戸で、全ストックに占める持家の比率は68.3%である。民間借家は27.5%で、公的借家はわずかに3.7%にすぎない。住宅ストックの63%が戸建住宅で、集合住宅は25%、さらにこの国に独自のモービルホーム(可動式住宅)が7%を占めている。住宅ストックの66%が1980年以前に建設されており、1949年以前に建設されたものだけでも23%を占める。これは、ストックの86%が1984年以前の建築、うち1945年以前のものだけでも41%というイギリス(イングランド)には及ばないにしても、アメリカはまさに成熟した住宅ストックを備えた持家社会である。

1990年代以降の住宅フロー(住宅建設)を見れば、年間住宅着工戸数は1991年の100万戸をボトムとしてほぼ一本調子に増加しつづけ、2005年に200万戸超のピークをつけている。これを人口千人当たりで見れば、1991年に4戸だったが、1999年に6戸、2005年に7戸に達している。ちなみに同時期のイギリスでは3戸から3.9戸に増加したにすぎない。このように新築住宅供給も大きいのが、既存住宅の流通(フロー)がそれをはるかに上回って大きい。2003年には住宅着工戸数196万戸に対し、既存住宅取引戸数は678万戸でおよそ3.5倍であった。住宅売買の77.6%が既存住宅取引ということになる。⁽¹⁶⁾

したがって、2次取得層による住宅買い替えの動向が住宅市場全体の成長を大きく左右する。持家世帯はひんぱんに買い替えを繰り返すことで居住条件をグレードアップしようとする。アメリカでは既存住宅価格と新築住宅価格の間にほとんど差がなく、ともに一貫して上昇傾向をたどってきた。所有している住宅の資産価格上昇が活発な住宅買い替えを支える。そして買い替え需要の動向は、建設・販売される新築住宅のグレードや価格帯をも左右する。

持家はアメリカンドリームの象徴である。だから政府・自治体と住宅関連産

(16) 豊福裕二「米国住宅市場の構造」(平成18年度～20年度科学研究費補助金研究報告書『ストック循環型住宅市場の構造類型とパフォーマンスの研究』, 2009年), および『2008年度版住宅経済データ集』(住宅産業新聞社, 2008年)による。

業は持家保有を増加させ、住宅ストックの質を向上させる仕組みを作りあげてきた。土地利用規制、建築規制、不動産鑑定制度、住宅融資基準、住宅金融などの制度を整備してきた。⁽¹⁷⁾ その結果、世界で最も発達した持家市場ができあがったのである。

しかし、そのことと住宅市場の不安定性とは別である。むしろ発達した住宅市場だからこそ不安定性も強まるのである。アメリカ住宅市場は既存住宅取引が支配的な市場である。価格上昇期待に支えられた住宅買替えが市場全体の動向を左右する。そのぶんブームと不況の振幅は大きくならざるをえない。ブーム時の住宅価格上昇と売買取引増加を下支えする条件は、市場への新規参入者とくに1次取得層の増加である。しかし住宅価格の高騰は新規参入を困難にする。このジレンマがブームの崩壊を準備するのである。

(2) 2000年代の住宅ブーム

1970年代以降のアメリカ住宅市場は、1971～72年、1977～78年、1983～86年と3度のブームを繰り返してきたが、1992年から始まったブームは2005年までじつに10年以上も続いた。しかもブームは2000年代に入って加熱し、バブルの様相を呈した。⁽¹⁸⁾

この長期ブームは戸建住宅取引を中心としており、新築戸建住宅の供給の増加もさることながら、既存戸建住宅の販売が急激に増加した。ピークとなった2005年には年間707万戸を超えて、全住宅販売量の82.4%に達している。新築住宅価格だけでなく既存住宅価格も大幅に上昇した。1992年から2005年までに、新築住宅価格は26%上昇したのに対し、既存住宅価格は53%の上昇を示した（ともに中央値）。住宅価格の上昇を背景として、投機目的による戸建住宅の短期的売買が膨張したのである。

(17) 詳しくは、大泉英次「アメリカ住宅市場と住宅問題」（前掲『住宅問題と市場・政策』）を参照。

(18) 以下は、豊福裕二「住宅ブームとアメリカ経済」（井上博・磯谷玲編『アメリカ経済の新展開』同文館出版、2008年）による。

戸建住宅ストック流通の膨張に主導される長期ブームを支えたのが、金融緩和・低金利下での住宅ローンの拡大、そして1次取得層の持続的増加、とくに低所得層・マイノリティ層の新規参入であった。

2000年4月以降のITバブル崩壊、そして2001年9月の同時多発テロ後の景気後退を乗り切るため、金融・財政当局は連続的な金利引下げと不動産・住宅投資の刺激策を導入した。また、ブッシュ政権2期目の2004年8月には「オーナーシップ社会」構想が掲げられ、低所得層やマイノリティ層における持家の増加を支援する方針がとられた。その結果、とくにヒスパニックやアジア系住民世帯の持家率が2000年代に入って顕著に増加している。ちなみに、2007年現在、人種別の持家率は白人世帯75.2%、ヒスパニック世帯49.7%、黒人世帯47.8%、アジア系世帯60.1%となっている⁽²⁰⁾。

長期ブームを支える住宅ローンの膨張は、住宅価格の上昇による「資産効果」(家計消費の増加)を最大限に引き出す金融商品の成長を伴うものであった。ホームエクイティ・ローン(home equity loan)やキャッシュアウト型借り替え(cash-out refinance)がそれである。前者はすでに1980年代から商業銀行などが活発に融資を行ってきたものだが、後者はITバブル崩壊後の低金利によって急増した。いずれも、家計が保有する住宅資産を担保に、その価値評価額が住宅ローン残高を上回る分だけ貸付を行う消費者信用であって、持家世帯の家計にとって、住宅価格上昇によるキャピタルゲインを、必ずしも住宅売却によることなく実現させようというものである。しかし、そこで家計が取得したかに見えるキャピタルゲインとは、あくまでも家計が新たに負う負債にほかならない。したがって住宅ブームがもたらしたのは、持家世帯のローン債務の増加とそれに支えられた消費の拡大であった⁽²¹⁾。そして2000年代に急膨張したサブプライム住宅ローンは、この負債による消費の拡大を低所得世帯やマイノリティ層

(19) 吉田健三「社会政策——オーナーシップの理念と現実」(河音琢郎・藤木剛康編『G・W・ブッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房、2008年)。

(20) 大井達雄「ハウジングアフォーダビリティの分析」(前掲『ストック循環型住宅市場の構造類型とパフォーマンスの研究』)。

にも大きく広げる役割を発揮したのである。

(3) 住宅ブームの崩壊

だが、ブームそしてバブルは限界に突き当たる。住宅価格の高騰は、住宅ローンに支えられた持家世帯の支払能力の限界を超える。そのことは1次取得層の増加を不可能にするだけでなく、持家世帯の信用リスクの増大を中・高所得層にも広げていくのである。住宅ローンの支払延滞、さらに支払不能の増加が住宅ストック流通の円滑な拡大にとって障害となり、ついにはブームの崩壊に至らざるをえない。

住宅ブームはとくに北東部諸州やフロリダ州、カリフォルニア州の大都市圏で激しく、それらの地域での住宅価格高騰も異常なものであった。住宅価格の対年収倍率（住宅価格中央値 / 中間世帯所得）は、1999年には全米の大都市のほとんどで3～4倍未満にとどまっていたが、2005年には16%の大都市で5倍を超え、8%の大都市で7倍を超えた。とくにカリフォルニア州では複数の大都市で10倍を超えた。住宅価格の暴騰は、中・低所得層だけでなく高所得層でもアフォーダビリティの悪化をもたらし、信用リスクの増大と広がり招いた。⁽²²⁾

住宅建設や販売の増加は2005年がピークであり、2006年には住宅価格も下落を始めた。ブームが破綻に向かうのは、サブプライム住宅ローンの焦げつきが、住宅価格の暴騰が最も激しかったカリフォルニア州やフロリダ州などの4州に集中して、かつ短期間に急増したことが契機となったとされる。後述のように、サブプライム住宅ローンの多くは、当初の2～5年間は返済額が低く抑えられているが、その後の返済額は急増する仕組みになっている。これを回避するためにはローンの借り替えが必要である。しかし、ローンの住宅担保価値の下落は借り替えを困難にした。サブプライム住宅ローンの貸付はとくに2004年から

✓ (21) 豊福「住宅ブームとアメリカ経済」(前掲)、松田岳「住宅バブルの深層」(山口義行編『バブル・リレー』岩波書店、2009年)。

(22) 豊福裕二「サブプライムローン問題と住宅市場」(前掲『ストック循環型住宅市場の構造類型とパフォーマンスの研究』)。

急増しており、その優遇期間が終了し返済額が跳ね上がったのと住宅価格の下落とが重なったことで、一挙に焦げつきが急増したのである。

アメリカの住宅ローンはノンリコース型であるとされ、借り手が返済不能に陥り抵当権が実行された時、住宅の処分で残債が発生しても借り手に返済義務はない。それでも持家世帯が住宅喪失という悲劇にみまわれることには違いがないが、少なくともネガティブ・エクィティ問題（既述）はもっぱら貸し手のリスクとなる点がわが国とは異なっている。ただし、一般に住宅ローンの融資契約書類にノンリコース条項は入っていないとの指摘⁽²³⁾があり、これは、1930年代大恐慌後このかた全般的な住宅価格下落を経験しなかったことで可能であった住宅ローンの融資慣行と見るべきであろう。むしろ問題は、カリフォルニア州などの諸州では、ローンが完済されるまで抵当物件の処分権は金融機関が保有するという法解釈が行われていることである。そのため、債務不履行が発生したとき金融機関はただちに住宅の売却が可能となる。

こうして、ブームがとりわけ激しかった諸地域でローン返済の延滞が増加しはじめると、居住物件や投機目的の保有物件が金融機関によって大量に売却処分されてストック流通市場に流れ込み、そのことで住宅価格の下落に拍車がかかるという悪循環が展開したのであった。2006年以降、住宅販売戸数と住宅着工戸数はともに急減していく。

住宅市場の収縮は、住宅建築業や不動産業、そして金融機関の業績悪化と資金調達の困難を引き起こした。ノンバンクである住宅ローン会社（mortgage company）は貸付債権の売却によって新たな貸付資金を調達する。だが、売却した債権に早期に返済延滞が発生した場合、この債権を買い戻す義務⁽²⁴⁾がある。ローン返済延滞の拡大で多数の中小住宅ローン会社が資金繰りに窮し、破綻に陥った。その影響はただちに商業銀行や投資銀行に波及する。住宅産業と金融

(23) 小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』住宅新報社、2008年、150-152頁。江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務、2007年、46-48頁。

(24) 春山昇華『サブプライム問題とは何か』宝島新書、2007年、93頁。

機関に広がる経営悪化は、住宅ローン・企業貸付の不良債権化、株価下落、証券化商品の価格暴落というルートをたどって金融恐慌へと発展していった。

4 サブプライム住宅ローン問題

サブプライムローンとその証券化をめぐる諸問題については、すでに多くの解説がなされている。問題の核心は信用リスクの管理ならぬ拡大であり、それが住宅市場の不安定性を増幅させる一方、金融危機というシステムリスクを引き起こしたのである。

サブプライムローンは、一般に、信用力（クレジット・スコア）が低いと判定されるため、通常のプライムローンを受けられない借り手に対して提供される割増金利付きの貸付をいう。住宅向けのサブプライムローンでは、借り手が返済延滞や破産の履歴をもつ、所得証明に不備がある、所得に対する返済負担率（debt-to-income ratio : DTI）や住宅価格に対する貸付比率（loan-to-value ratio : LTV）が高いことなどがあげられる。つまり、貸し手にとって高リスクとみなされる人々向けの高金利ローン商品である。

他方で、サブプライムローンは「略奪的貸付（predatory lending）」とも称される。これは、しばしば詐欺的な行為を用いて不当な高金利・高手数料の貸付を行い、借り手に極端な損害を与えることをいう。サブプライム住宅ローンの多くは、借入当初の優遇期間に返済額を低く抑える、利子オンリー・ローン（当初は利子のみ返済）、支払オプション変動金利ローン（当初に返済額の抑制を選択し、その後は不足分を負債残高に上乗せして返済）、ハイブリッド・ローン（当初は低い固定金利、その後は高い変動金利の組み合わせ）といった「アフオーダブル金融商品」として売り込まれた。

この種の住宅ローンは、いずれも当初の2～5年間は低い返済額だが、その後は返済額が一挙に増加する（商品によっては2倍以上）仕組みのものである。また、貸付手数料がきわめて高く（借入金額の10%程度、ときには20%を超えるケースもあったという）、これを上乗せした貸付がなされるから、ブローカー

(仲介業者) が借り手に借り替えを繰り返させることで負債は大きく積み上がっていく。さらに、ブローカーが借り手に融資条件を正確に説明することなくローン契約をさせる例も多かったという。

まさに借り手を「喰い物」にする類いの貸付というほかはない。こうした住宅ローンが、高リスク層として融資差別を受けてきた低所得層やマイノリティ層に売りつけられていったのである。

当初の優遇期間が終われば、借り手は返済額の急増という「ペイメント・ショック」に直面する。たちまち返済の延滞あるいは不能に陥ることは明白である。サブプライムローン問題をめぐっては、優遇期間という「インセンティブ」に安易に飛びついた借り手の「金融リテラシーの欠如」を指摘する一方、高金利はリスクに見合った「正しい価格」であるとする論調が見られる。そこでは「(高)リスクに応じた(高)金利」という「市場のルール」によってサブプライムローンが正当化されるのである。しかし、借り手の支払能力を度外視した高金利は、かえって借り手の信用リスクを高めることになる。このジレンマを無視した「市場のルール」論は、貸し手と借り手の不均衡な力関係のもとで、もっぱら借り手に対する収奪を正当化する論理として機能する⁽²⁵⁾。

ところで、サブプライム住宅ローンの借り手は低所得層に限らない。サブプライム住宅ローンが急増した2003年以降、借り手は中・高所得層へと広がっている。その理由は、住宅価格の暴騰によって、中・高所得層でも、通常のプライムローンにおける担保価値・貸付比率(LTV)80%以下という条件を満たすのが困難となったことにある。そこで、十分な頭金を用意しなくとも融資が受けられ、かつ当初の返済負担も抑えられるサブプライムローンが利用されていったのである。

ブーム過熱のなかでのサブプライム住宅ローンの膨張は、低所得層だけでなく中・高所得層においても信用リスクを高めることとなった。貸し手と借り手にとって信用リスクの顕在化を防ぐ条件は、住宅価格が上昇を続け、借り替え

(25) 鳥畑与一『略奪的金融の暴走』学習の友社、2009年。

によって「ペイメント・ショック」を回避することだけであった。

だが住宅価格は下落に転じ、信用リスクの顕在化は不可避となった。「ペイメント・ショック」の爆発はローン返済の延滞、そして破綻に直結する。差し押さえられた物件が大量にストック流通市場に流入し、住宅価格の下落に拍車をかけた。

金融危機が引き起こした経済不況は住宅市場をさらに圧迫する。雇用危機と所得減退が広範な階層にとって住宅アフォーダビリティ問題を深刻化させる。

ローン返済の延滞と住宅差し押さえは現在も増加しつづけている。サブプライムローンの30日以上延滞率は、2008年9月時点で全国平均20.5%、差し押さえ率は12.6%に達した。なかでもカリフォルニア州、フロリダ州の差し押さえ率はそれぞれ17.1%、23%ときわめて高い。しかも住宅ローン破綻は、サブプライムローンだけでなく、ニアプライム（オルトA）ローンやプライムローンにも及んでいる。2008年11月時点でオルトAローンの30日以上延滞率は13.3%、差し押さえ率は9.6%にのぼる。同年9月時点でプライムローンの延滞率と差し押さえ率は、カリフォルニア州でそれぞれ5.2%と2%、フロリダ州で6.4%と4.4%である。⁽²⁶⁾

2008年を通じて、全国で233万戸の住宅が差し押さえられた。170万戸の住宅が競売に付されている。長期化する住宅不況の底はまだ見えない。

5 住宅金融の証券化と金融危機

住宅ローンそしてサブプライム住宅ローンの膨張は、証券化（securitization）という金融ツールに支えられていた。証券化は、金融機関が住宅ローンの信用リスクと金利変動リスクを回避し、かつ住宅ローンに振り向ける資金を動員するための技術である。

住宅ローンの貸し手である商業銀行、貯蓄金融機関、住宅ローン会社は、多数の住宅ローン債権をまとめて、みずから設立した特別目的事業体（special

(26) 豊福「サブプライムローン問題と住宅市場」（前掲）。

purpose vehicle: SPV) に売却し、SPV が住宅ローン担保証券 (mortgage-backed security: MBS) を発行する。MBS を引き受け、投資家に販売するのが投資銀行である。MBS の発行と販売にさいして、保険会社による保証や格付け会社による格付けが行われる⁽²⁷⁾。

MBS が発行・流通するモーゲイジ第2次市場は、もともと政府住宅抵当金庫 (Government National Mortgage Association) や連邦住宅抵当金庫 (Fannie Mae) などによる MBS の信用保証に支えられて発達したもののだが、1980 年代以降は上記のようにもっぱら民間金融機関が関与しての証券化が拡大してきた。2000 年代ブームにおけるサブプライム住宅ローンの膨張はこれにもとづくものである。

証券化金融市場は、大手商業銀行、投資銀行、機関投資家、ヘッジ・ファンド、さらに金融機関が設立する投資事業体 (structured investment vehicle: SIV) にとって重要な資金運用の場、収益基盤となった。住宅ローンの貸し手である商業銀行などは、ローン債権の売却によって貸付資金の回収ないし動員が可能となるだけでなく、投資銀行とともに証券発行から手数料収入を得る。証券を購入する投資家、投資ファンドはローンの元利償還金を受け取る。または証券を他の投資家に転売してキャピタルゲインを得る。証券化されるローン債権は住宅ローンだけに限らない。自動車ローンや消費者ローン債権などと組み合わせた証券も発行される。また、発行された証券をもとに新たな証券が発行される。これら債権担保証券 (collateralized debt obligation: CDO) の発行が 2000 年代に急増し、国内外の膨大な資金を証券化金融市場に引き寄せた。

投資家のニーズに応じて、リスクとリターンを多様に組み合わせた MBS や CDO が設計され販売された。たとえ高リスクの債権であっても、償還の優先順位を上げたり、他の低リスク債権と組み合わせたり、保険会社による保証をつけたりすることで、中リスク、低リスクの証券に仕立てあげることができる。

(27) 以下について詳しくは、高田太久吉「資産証券化の膨張と金融市場」『経済』第 151 号、2008 年。

サブプライムローンという高リスク債権も、こうした手法で高・中・低リスクの証券として投資家に販売された。他方、格付け会社にとっては高格付けを付与するほど手数料収入は大きい。そして、たとえリスクが大きくとも、これを確率的にカバーできる信用補完と商品設計があれば格付けは高いのである。

だが証券化のリスク管理・操作技術は、高リスクであれ低リスクであれ、それが過去の実績から推定される範囲に収まっているという想定で成り立っている。しかし想定外の変化が起きれば一切が覆ってしまう。そして、まさにこの想定外の変化がサブプライム住宅ローンの大量破綻として発生したのである。

サブプライムローン問題の発生によって証券化金融商品は「損失のブラックボックス」と化した。いったんパニックが広がると、証券化商品の価格暴落はサブプライムローン関連証券だけでなく、すべての債権担保證券に及んでいった。もはや売買取引は成立せず、証券化金融市場は瓦解した。信用リスクによる損失がどの証券にどの程度まで及んでいるか、誰もわからないのである。証券化金融市場に群がる内外の金融機関の多くが巨額の損失をだし、資金調達に窮して、ついには経営破綻に陥った。グローバルマネーを吸い寄せる証券化金融市場の崩壊は世界金融危機に発展した。

金融危機の舞台となった証券化金融市場をめぐる多数の論説のなかには、「証券化悪玉論」をたしなめ、「金融技術の規制で問題が解決するかのごとき素朴な主張」を笑止と断ずる論調も見られる。だがこれは問題のすり替えというべきだろう。問われているのは、ポートフォリオの豊富化によるミクロ的なリスク管理の当否あるいは巧拙などではない。

一方に不安定化する住宅市場、他方にグローバルな過剰資金の増殖、これらが証券化金融によって結合されたとき何が起きたか。信用リスクと市場リスク（資産価格の変動リスク）が分散どころかいつそう増幅され、さらに、リスク回避を目的としたはずのアンバンドリング（金融仲介機能の分割）が壮大なモラルハザードをもたらした。真に問われているのは、このマクロ的な不均衡累積の構造をどう改革すべきか、という課題である。

6 おわりに

小論は、アメリカ住宅ブームと世界金融危機をめぐって、住宅市場、住宅金融市場、そして証券化金融市場にまたがるリスクの増幅と顕在化の構造を考察した。その論旨を3点に要約して結びとしよう。

第1に、アメリカ住宅ブームとその破綻は、成熟期住宅市場が抱える不安定性を暴露した。土地・住宅所有の供給制限作用は、成長する住宅ストック流通市場を通じて住宅市場全体の変動を増幅させる。2次取得層の住宅買い替えや投機的住宅投資がブームを主導したが、住宅価格の高騰は持家世帯の支払能力の限界を超え、信用リスクの増大を低所得層だけでなく中・高所得層にも広げた。住宅ローンの返済延滞や1次取得層の減少が始まると、住宅価格の上昇期待に支えられた住宅需要の増加は急速に減退に転じ、住宅市場収縮のスパイラルが発生した。サブプライム住宅ローンの拡大は、この住宅市場の膨張と収縮の振幅をきわめて激烈なものとした。

第2に、サブプライムローン問題は、「リスクに応じた価格（金利）づけ」という市場のルールが抱える矛盾を暴露した。サブプライムローン商品は、高リスクの借り手には高金利（リスク・プレミアム）を課すというルールによって正当化された。しかし返済能力に不安がある者に高金利ローンを貸せば、返済不能化のリスクはいっそう高まってしまう。わが国のサラ金問題にも通じることだが、金利差別化によるリスク管理という貸し手の論理は、借り手に対する収奪の論理と化し、かえって信用リスクを深刻化させるのである。サブプライム住宅ローンの証券化はこの矛盾によって破綻を余儀なくされた。

第3に、金融危機は、証券化金融によるリスク管理が住宅ブーム持続の幻想に依拠したものであり、かえって壮大なモラルハザードを生み出したことを暴露した。グローバルな過剰資金の増殖に住宅市場が包摂されることで、住宅市場の不安定性は国際的に連動し、かつ増幅された。1980年代住宅ブームはその現れであったが、2000年代住宅ブームとその崩壊ははるかに広範で激烈なもの

となった。アメリカは長年の経常収支赤字とドル流出によって、グローバルな過剰資金の供給源となってきた国である。2000年代住宅ブームは家計の過剰消費を強力に促し、経常収支赤字の急増を引き起こした。そして、これで更に膨張した過剰資金が国際的な住宅ブームを生み出した。アメリカ住宅市場の膨張と危機が国際的な住宅市場変動の中心となったことで、国際金融市場は未曾有の危機に陥ったのである。